

K-IFRS에 의한 자산재평가차액의 크기에 대한 시장반응

김문태(제1저자)

조선대학교 조교수
(kmt@chosun.ac.kr)

김현아(교신저자)

전남대학교 경영학과 BK21 사업단 연구교수
(kakim7011@nate.com)

본 연구는 K-IFRS의 자산재평가 규정을 조기도입한 기업의 재평가차액 크기에 대하여 시장이 어떻게 반응하는지 분석하였다. 2008년도와 2009년도에 한국거래소에 상장된 기업 중 자산재평가를 조기도입 한 255개 비금융기업(유가증권시장 122개, 코스닥 시장 103개)을 대상으로 자본시장의 반응을 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 자산재평가차액의 크기가 클수록 시장은 더욱 긍정적 반응을 하는 것으로 나타나, 시장은 재평가차액의 크기를 사후 기업가치를 반영하는 정보로서 인식하는 것으로 판단되었다. 둘째, 재평가차액의 크기에 대한 시장의 긍정적 반응은 소속시장, 재평가연도, 그리고 Heckman의 2단계 분석을 통해 통제된 재평가의 공시여부와 상관없는 것으로 나타났다.

본 연구는 자산재평가의 이사회 결의를 공시한 정보에 대하여 자본시장이 호의적으로 반응한다는 선행연구 결과를 확인하였을 뿐만 아니라, K-IFRS에 의한 재평가차액의 크기에 대한 시장반응을 검증하였다는 점에 의의가 있다고 본다.

주제어: K-IFRS, 자산재평가, 자산재평가차액, 누적초과수익률, 공정가치

1. 서론

본 연구는 한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS) 유형자산 재평가 규정(제1016호)의 조기 허용에 따라, 공정가치와 취득원가의 차이로 측정된 유형자산재평가차액의 크기에 대하여 자본시장이 어떻게 반응하는지 살펴보고자 한다.

자산재평가가 허용되면 취득원가로 계상된 토지, 건물, 기계장치, 차량운반구 등 유형자산의 가격 상승분을 재무제표 등에 반영할 수 있으며, 특히 인플레이션이 지속되고 그 정도가 심할 때는 자산의 시가가 급속히 올라가기 때문에 실질적인 자산의 장부가액이 증가할 수 있다. 자산재평가는 대부분 자본규모가 커지기 때문에 기업의 입장에서 부

채비율의 감소, 금융비용의 절감, 신용평가의 개선 등 대체적으로 재무구조가 개선되는 효과가 있을 것으로 기대된다. 또한 이러한 자산재평가는 주주나 투자자에게도 공정가치 평가로 인한 회계정보의 목적적합성을 강화시켜 줄 수 있다.

자산재평가가 실질적인 현금흐름을 수반하지 않을 지라도, 재평가는 가치지향적(value orientation) 재무의사결정으로 단지 재무제표의 숫자상의 변화 이상의 긍정적 효과를 유인할 수 있을 것이다. 송인만과 최관(1995)은 이사회가 실질적인 효익을 기대하며 재평가를 결의할 것이므로, 자산재평가의 실시는 기업에 부정적인 효과보다는 긍정적인 효과가 더욱 클 것으로 예상하였다. 즉 경영자는 자산재평가를 통해 시장에 미래 성장 잠재력을 신호할 수 있다. 실제로 자산재평가 동기에 관한 선행연구

는 이와 관련된 자산재평가 동기를 검증한 바 있다 (Lin and Peasnell, 2000, Easton et al., 1993; Barth and Clinch, 1998; Barlev et al., 2007; 김정애, 최종서, 2010). 또한 자산재평가 이후 기업가치의 변화에 관한 연구에서도 자산재평가의 긍정적 효과가 보고되고 있다. 자산재평가 차액의 크기는 재평가 이후 일정기간의 주식수익률에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 자산재평가 차액의 크기는 재평가 이후 영업이익을 증가시킨 것으로 보고되고 있다(Aboody et al., 1999; Easton et al., 1993; Amir et al., 1993; Barlev et al., 2007).

그렇다면 시장은 자산재평가 실시를 어떻게 받아들이는지 살펴보면, 전반적으로 자산재평가 실시 공시는 시장에 호의적인 정보로 작용하고 있는 것으로 보고된다(Sharpe and Walker, 1975; Standish and Ung, 1982; 조현연, 1987; 허성관, 정진작, 1990; 반선섭, 1990; 정영기, 1993; 송인만, 최관, 1995; 김권중, 1997; 심충진, 이준규, 2002; 김정애, 최종서, 2010). 또한 많은 선행연구에서 자산재평가 차액이 클수록 재평가 이후 기업가치는 향상된 것으로 보고되고 있다. 하지만 아직까지 자산재평가 '차액의 크기'에 대한 공시효과를 검토한 국내연구는 다소 미흡하였다. 시장이 자산재평가 차액의 크기를 또 다른 정보로서 받아들인다면 자산재평가 실시에 대한 공시뿐만 아니라 그 차액이 결정된 사건일에 그 차액의 크기에 따라 다른 반응

을 보일 것이다. 이러한 점이 본 연구를 실시하게 된 배경 및 필요성이다.

이런 맥락에서, 본 연구에서는 2008년부터 조기 도입이 허용된 K-IFRS 제1016호의 자산재평가 차액의 크기가 시장에서 어떠한 정보로 반영되는지 사건연구(event study)를 통하여 검증하고자 한다. 과거에 시행한 바 있는 자산재평가 제도와 근본 취지 및 규정이 상이한 K-IFRS 제1016호의 자산재평가에 대하여 자본시장이 어떻게 반응하는지 고찰하는 것은 매우 시의적인 관심사항이라고 볼 수 있다.¹⁾ 즉 자산재평가와 관련된 연구는 재평가가 시행된 시기적인 경제·정치상황과 자본시장이 인식하는 정도와 그 효과가 각기 다르기 때문에, IFRS의 조기도입이라는 회계패러다임의 거시적 변화가 어떠한 경제적 영향(economic consequences)을 미치는지에 대한 결과를 제시하는 것은 매우 중요하다 볼 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 선행연구와 차별성을 보일 것이다. 첫째, 본 연구의 표본은 2008년과 2009년임에 주목할 필요가 있다. 정부는 2008 회계연도부터 유형자산 재평가를 적용할 수 있도록 공고하였다. 이는 기업의 재무제표 개선과 환율급등에 따른 대규모 환차손을 완화시키기 위하여, 2011년 상장회사가 수용해야 하는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 제1016호 규정을 조기에 적용할 수 있는 재량을 부여한 조치이다. 본 연구는 새로운 회계기준에 의한 시장반응을 살펴볼 것이다.

1) 자산재평가에 대한 시장전망은 상반되고 다양하게 전개되고 있다. 다음은 이에 관한 신문 보도내용을 소개한다. <문화일보, 2010. 4. 7> ... (중략) 자산 재평가로 보유자산 가치가 크게 증가한 기업은 주가도 덩달아 오른 것으로 나타났다. 자산가치가 기존 자산 대비 20% 이상 증가한 유가증권 상장사는 17개사로 파악됐다. 이들 기업은 연초 이후 주가가 평균 9.0% 올라 코스피지수 상승률 1.61%를 크게 웃돌았다. 코스닥시장에선 10개사가 20% 이상 자산이 늘어났고, 평균 주가상승률이 23.38%에 달했다... (후략) <아시아경제, 2010. 2. 18> ... (중략) 자산재평가 차이 규모에 비해 이들 기업의 주가는 크게 반응하지 않은 것으로 조사됐다. 자산재평가 공시를 한 시점을 기준으로 전일까지의 주가 변화를 집계한 결과, 주가는 평균 4.80% 정도 오른 것으로 나타났다. 최대 상승률인 247.91%와 최저치인 -40.35%를 제외하고 평균을 낼 경우 상승률은 평균 0.04%에 그쳤다. 지난해 코스피지수 상승률인 45.39%에도 못 미치는 수치다... (후략)

둘째, 기존 연구는 대체적으로 재평가 시행에 관한 기업의사결정의 공시 여부만으로 시장의 반응을 검증한 결과가 주류를 이루고 있다(조현연, 1987; 허성관, 정신작, 1990; 정영기, 1993; 송인만, 최관, 1995; 심충진, 이준규, 2002). 본 연구는 기존 선행연구의 분석대상과는 달리 재평가의 '시행결정 공시'에 대한 정보효과가 아닌, 이사회 재평가 결의일 부터 실제 재평가가 완료된 이후 공정가액과 취득원가의 차이로 측정된 '자산재평가차액의 크기'에 따라 시장이 달리 반응한다는 점에 초점을 맞추어 분석하고자 한다.

궁극적으로 본 연구는 K-IFRS의 공정가치에 입각한 자산재평가의 효과를 실증분석하여 재평가에 관한 정책적 추진방향을 제시하는데 의의가 있을 것이다.

II. 이론적 배경 및 선행연구의 검토

자산재평가의 정보효과와 시장반응에 관한 외국의 선행연구는 다음과 같다. Easton et al.(1993)은 호주의 재평가 기업을 대상으로 분석한 결과, 고정자산에 대한 재평가가 자산의 가치변동을 적시에 반영하지 못함에도 불구하고 재평가차액이 포함된 장부가치가 추가수익률에 더 높은 설명력을 보인다고 밝혔다. 나아가 이러한 특성이 부채비율이 높은 기업 또는 순자산 대비 재평가차액의 비중이 큰 경우에 더 뚜렷한 것으로 보고하였다. Easton et al.(1993)은 재평가 적립금과 주가 사이에 매우 유의한 정(+)의 관련성이 있음을 보여주었다. Barth and Clinch(1998)는 특히 공장 및 기계시설의 자산재평가가 미래의 영업이익 및 현금흐름 창출과

직결되므로, 토지와 같은 자산에 비해 더 가치지향적인 재무의사결정임을 보여주었다. Aboody et al.(1999)은 영국기업 중 재평가차액이 양(+)인 표본만을 대상으로 실증분석 한 결과, 자산재평가차액의 크기는 이익 및 주가와 유의적인 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 한편, Barth and Clinch(1996)는 재평가적립금 대신 누적재평가차액을 사용하여 미국 증권시장에 상장된 영국과 호주 기업을 대상으로 실증 분석하였다. 그 결과, 영국과 호주 기업의 경우 누적재평가차액의 주가배수가 음(-)의 설명관계를 보였으며, 영국기업의 경우 자산재평가로 인한 주당순이익의 변화액과 주가와의 유의적인 관계가 나타나지 않는 것을 제시하였다. Aboody et al.(1999)은 미국 증권시장에 상장된 영국기업의 경우는 누적재평가차액과 주가가 유의적인 음(-)의 관계가 있는 것을 보여 Barth and Clinch(1996)의 결과와 같은 현상을 보였다. 이는 미국의 자본시장에서 누적재평가차액이 포함된 영국기업의 장부가치를 할인하여 평가하는 것을 시사하며, 자산재평가의 임의성이 누적재평가차액과 주가와의 관련성을 저하시킨다고 주장하였다.

자산재평가의 정보효과에 관한 연구는 대부분 시장반응을 살펴본 사건연구로 진행되어 왔다. 허성관과 정신작(1990)에 의하면, 이사회에서 자산재평가 실시를 결의한 공시 후 3주간의 초과수익률이 유의하게 양(+)으로 나타난다고 보고하였다. 반선섭(1990), 정영기(1993), 송인만과 최관(1995)의 연구도 이와 유사한 결과를 제시하였다. 김정애와 최종서(2010)는 최근 IFRS 조기도입과 재평가에 관련된 연구로서, 자산재평가에 대한 시장반응을 검증하였다. 분석결과, 재평가 공시 이전 -2일부터 +2일까지 누적초과수익률이 유의한 양(+)

의 값으로 나타났다. 즉, 자산재평가의 공시가 주식시장에서 당해 기업에 대한 긍정적인 신호로 받아들여져 단기적인 주가상승으로 이어진 것으로 설명되었다.

김권중(1997)은 1991년부터 1994년까지 기업을 대상으로 공시의 정보효과 보다는 자산재평가에 의해 제공되는 회계정보인 재평가적립금(증가된 자기자본)이 주가에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것을 보고하였다. 반면, 백원선과 송인만(2000)은 1994년부터 1997년을 검증한 연구에서 재평가적립금이 주가와 유의적인 관계가 없는 것을 보였다. 이준규 등(2000)도 김권중(1997)이 사용한 모형(Ohlson, 1995)으로 1996년부터 1999년까지 분석한 결과, 재평가적립금이 주가에 유의하지 않는 점을 보였다. 한편, 김길훈(2004)은 1991년부터 2000년까지의 자료를 분석한 결과 자산재평가정보(누적재평가차액)는 주가관련성이 있는 것으로 나타났다.

이외에도 자산재평가 실시 및 동기가 기업성과에 미치는 영향을 중심으로 연구가 수행되어 왔다. 전반적으로 부채비율이 높고, 재평가 대상인 유형자산(고정자산)의 비중이 크며, 감가상각의 부담이 낮을수록, 회사채의 발행규모가 클수록, 법인세 절감 유인이 클수록 재평가를 시행하는 것으로 보고되었다(Brown and Loh, 1992; Whittred and Chan, 1992; Aboody et al., 1999; Frank, 2007; Barlev et al., 2007; 반선섭, 1990; 정영기, 1993; 송인만, 최관, 1995; 신승묘, 2001). 최근 재평가 도입기업의 특성에 관한 연구로, Choi et al.(2010)은 한국 기업이 토지자산에 대한 재평가를 더 많이 시행하며, 레버리지가 높고 자본이

취약하거나 손실을 보고한 기업의 경우 감가 가능한 자산재평가가 선택된다는 점을 밝혔다. 강선민 등(2009)은 IFRS의 적용으로 인한 시장의 충격을 완화하기 위하여, 영국과 호주의 선행사례와 국내기업의 적용사례를 비교 분석하였다. 이들은 유형자산과 투자자산에 대한 손상평가의 엄격한 적용 및 충당부채 인식의 확대는 이익잉여금을 감소시키는 효과가 있다. 따라서 유형자산과 투자부동산에 대한 공정가치로의 재평가는 자본을 증가시킬 수도 감소시킬 수도 있으나, 인플레이션과 이익을 증가시키고자 하는 기업의 유인을 고려할 때 기업이 재평가를 실시한다면 자본을 증가시키는 방향으로 이루어질 것이라고 언급하였다.

III. 연구방법의 설계

3.1 가설의 설정

유형자산 재평가의 긍정적 효과는 무엇보다 재평가증가액을 자본(기타포괄손익금액)에 기재함으로써 재무구조 개선이 기대된다는 점이다. 즉, 부채비율을 감소시킬 수 있으며 재평가차액만큼 자본증가의 효과를 얻을 수 있다. 이러한 재평가를 통하여 기업의 입장에서는 신용도를 높여 기존의 대출금을 연장시키거나 신규대출을 용이하게 받을 수 있으며 자본조달비용을 낮출 수 있다. 궁극적으로 자산재평가는 시장의 호의적인 반응을 유도할 수 있을 것으로 예상된다.²⁾

많은 선행연구는 자산재평가는 가치지향적인 재

2) 한편, 세법에서는 유형자산의 자산재평가를 원칙적으로 허용하고 있지 않다. K-IFRS는 재평가 이후에는 재평가된 금액을 기준으로 잔여 내용연수 및 잔존가액을 고려하여 감가상각비를 계상하여 손금처리되지만, 세무조정시 감가상각한도액 초과분은 손금불산입된다.

무의사결정으로 보고 있으며, 좋은 투자기회로 인해 금융이 필요할 때나, 경쟁우위 전략을 위하여 의도적으로 ROA를 낮추고자 할 때 자산재평가가 실시된다고 한다. 즉, 경영자는 자산재평가를 통해 시장에 미래 성장 잠재력을 신호할 수 있는 것이다. 실제로 자산재평가 차액의 크기가 사후 영업이익, 주식가치 등을 높이는 것으로 나타나고 있다 (Eddey and Harris, 1993; Aboody et al., 1999; Easton et al., 1993; Amir et al., 1993).

주식가격에는 자산재평가의 실시로 인한 영향이 긍정적인 면과 부정적인 면³⁾이 상충적일지라도, 기업은 실질적인 효익을 기대하며 재평가 결의를 할 것이므로, 자산재평가의 실시는 기업에 부정적인 효과보다는 긍정적인 효과가 더욱 클 것으로 예상된다(송인만, 최관, 1995). 또한 시장에서 인식하는 기업의 가치는 수익가치와 자산가치로 결정되기 때문에 자산재평가로 인해 증가된 자산가치는 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 특히 경제나 경영 여건이 불확실한 상태에서 안정성 지표가 강조되거나 인수·합병(M&A)과 관련된 경우 또는 보유 유형자산에 대한 매각이나 개발가치가 부각될 경우 자산가치가 상대적으로 더 부각될 수 있다. 이 경우 재평가로 인한 가치는 이해관계자에게 중요한 정보로 작용할 것이다(김정애, 2010).

우리나라의 자산재평가는 자산재평가가 실시될 당시 기업에 대한 당국의 정책적 입장이 서로 다른 측면에서 고려되거나 재평가 시기의 한정성과 범위 등 특수하고 다양한 요인이 반영되기 때문에, 이러

한 요인이 반영된 시기적 논점(contemporary issue)이 분석 되어야 할 것이다. 가령, 현행 기준으로 유형자산을 재평가한 경우 당해자산의 장부가액은 평가이전의 가치로 계상되어 재평가로 인해 법인세가 달라지지 않으며, 이러한 점이 종전의 자산재평가세를 납부하는 것과 상이하다고 할 수 있다. 따라서 이러한 시기적 특수성에 대한 효과가 시장에서 어떻게 인식되는지 규명되어야 할 것이다.

본 연구는 자산재평가로 인한 자산증가분의 크기를 시장은 미래기업가치와 연관된 호의적 정보로서 받아들여는지 살펴보고자 함에 있다. 따라서 자산재평가로 인해 자산 및 자본이 증대된 경우로 한정하였다. 자산재평가차액과 주가반응에 대한 언급은 송인만과 최관(1995)의 연구에서 이미 언급한 바 있다. 즉 재평가차액이 클수록 재평가의 영향이 클 것이기 때문에 양(+)의 주가반응이 기대된다고 하였다. 그럼에도 불구하고 이들의 연구는 공정가치에 근거한 개별기업의 재평가차액 효과를 실증분석하지는 못하였다. 송인만과 최관(1995)의 연구시점과 달리, 본 연구는 IFRS에 의한 전문가의 자산감정액(공정가치 대응)을 입수하여 재평가차액을 활용할 수 있기 때문에, 아래의 가설을 통하여 이러한 재평가차액에 대한 시장반응을 분석하는 것은 중요한 의미를 지닐 것이다.

가설: 시장은 재평가차액의 크기에 대하여 호의적으로 반응한다.

3) 유형자산 재평가는 동일한 자산에 대하여 이전의 자산재평가시에 당기손실로 인식한 재평가 감소액이 있으면 해당 금액을 한도로 당기이익을 인식하는 바, 이러한 이익은 이익의 질(earnings quality)을 해칠 여지가 있다. 또한 재평가이익의 발생으로 인한 자본의 증가(기타포괄손익의 증가)와 동시에 자산총액이 증가하여 수익성 비율(가령, 총자산순이익률)이나 활동성 비율(가령, 총자산 회전율) 등이 상대적으로 낮아질 수 있다. 이러한 기본적 재무지표로 인하여 경영자의 성과가 비호의적으로 평가되어 재평가에서 비롯된 시장반응이 부정적일 수도 있다.

3.2 연구모형의 설계

3.2.1 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률 측정

본 연구는 자산재평가 차액의 크기가 주가에 미치는 영향을 알아보기 위해 사건연구(event study)를 실시한다. 본 사건연구에서 사건일(t=0)은 자산재평가차액의 크기가 결정된 날로써 금융감독원의 기타주요경영사항에 보고된 자산재평가 결정(확인)일자로 정의하였다. 사건기간(event period)은 사건일 전 -30일부터 사건일 후 +10일로 총 41일로 설정하였다. 사건일 전 기간설정은 보통 자산재평가 실시에 대한 최초공시 후 착수하여 결정되기까지 20일 정도의 기간이 소요되므로 최초공시에 의한 주식시장의 반응이 사건일 전에 이미 발생할 수 있음을 고려하였다. 사건일 후 기간설정은 자산재평가차액이 결정된 사건일 후의 주식시장의 반응을 살펴보기 위함이다.

사건연구를 위한 비정상 초과수익률(AR)은 OLS 시장모형에 의해 측정한다. 비정상 초과수익률 측정 모형으로는 OLS 시장모형 외에 평균조정수익률모형, 시장조정수익률모형이 있다. 이 세 모형은 정상수익률에 대한 가정에 따라 구분되는데, 각각 OLS 시장모형은 회귀분석시 추정된 계수를 이용

한 시장모형의 값으로, 평균조정수익률모형은 과거 추정기간의 실제 수익률의 산술평균으로, 시장조정수익률모형은 시장지수의 기대수익률로 정의한다. 이 중 OLS 시장모형이 검증력 측면에서 한국주식 시장에 적합한 사건연구 방법론으로 나타나 본 연구에서도 이를 원용하였다(김찬웅, 김경원, 1997; 정형찬, 1997).

OLS 시장모형에 의한 비정상 초과수익률의 측정은 다음과 같은 절차에 따른다. 먼저 주식*i*의 OLS(ordinary least square)에 의한 회귀계수 α_i 와 B_i 를 식 (1)과 같이 추정한다. 계수추정은 사건기간(-30, 10) 이전 120일간(-160, -41)의 주식*i*와 해당 주식시장 지수를 사용한다.

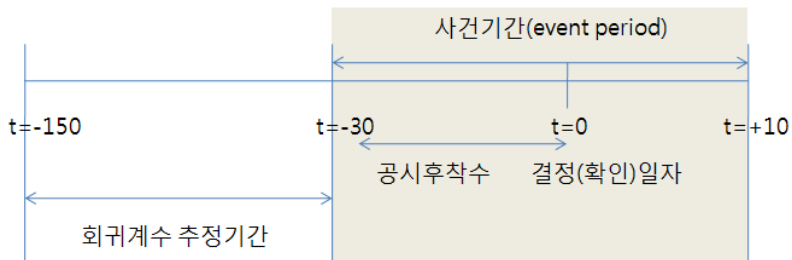
$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

R_{it} : *i*주식의 *t*일 수익률

R_{mt} : *t*일의 시장지수 수익률(KOSPI지수, KOSDAQ지수)

e_{it} : *i*주식의 *t*일 오차항

그 다음으로 추정치 $\hat{\alpha}_i$ 와 $\hat{\beta}_i$ 를 이용하여 식 (2)와 같이 사건기간동안 일별평균 비정상 초과수익률(AAR: average abnormal returns)을 계산한다.



〈그림 1〉 사건연구를 위한 기간 정의

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad (2)$$

N_t : t일의 표본기업 개수

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

마지막으로 i기업의 (t_1, t_2) 기간 누적초과수익률 (CAR: cumulative abnormal returns)은 다음 식 (3)과 같이 해당기간 동안의 일별 초과수익률을 합산한다.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3)$$

3.2.2 자산재평가차액의 크기 측정

본 연구의 주요논지는 자산재평가 결정일에 그 재평가차액의 크기 정도에 따라 시장반응의 정도가 차이가 있는지 살펴보는 것이다. 자산재평가차액의 크기는 기업의 규모를 고려하여 다음 식(5)와 같이 계산한다. 먼저 식 (4)와 같이 재평가로 증가된 장부금액(감정평가액-재평가전 장부가액) 중 법인세효과를 차감한 자산재평가차액을 구한다. 이는 K-IFRS에 의한 재무상태표의 자본에 기타포괄손익 계정으로 인식된 값이다. 이렇게 계산한 자산재평가차액은 식(5)와 같이 자산재평가전 자산으로 표준화시켜 자산재평가차액의 크기를 계산한다.

$$\text{자산재평가차액} = \text{감정평가액} - \text{재평가전 장부가액} - \text{법인세효과} \quad (4)$$

$$\text{자산재평가차액의 크기(REV)} = \frac{\text{자산재평가차액}}{\text{평가 전 자산의 장부가액}} \quad (5)$$

3.2.3 횡단면 분석 모형

자산재평가차액의 크기에 따른 시장의 반응정도를 살펴보기 위해 다음과 같은 회귀분석을 실시한다. 횡단면 분석을 위한 회귀분석 모형은 식 (6)과 같이 설정하였다.

종속변수는 기업의 시장성과를 나타내는 해당 기간 동안의 누적초과수익률 $CAR(t_1, t_2)$ 이다. 자산재평가 결정일 바로 다음날 금융감독원에 공시되는 점을 감안하여 $CAR(-1, +1)$ 에 대해 회귀분석을 실시한다.

독립변수는 자산재평가차액의 크기 REV이다. 식 (5)에 의해 구해진 REV를 대입하여 분석하기로 한다. 재평가차액의 크기가 클수록 시장은 이를 긍정적으로 평가할 것으로 기대되므로 REV는 CAR에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 또한 유가증권시장과 코스닥시장에 따라, 그리고 자산재평가가 도입된 2008 회계연도에 시장은 보다 과민하게 반응하는지 살펴보기 위해 각각의 교호변수 REV*MARK, REV*YEAR를 통해 살펴본다. 유가증권시장에 속하는 기업의 경영자일수록 보다 재평가차액을 기업 가치향상에 긍정적으로 이용할 것으로 기대되므로 교호변수 REV*MARK는 CAR에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 교호변수 REV*YEAR은 도입 첫 해에 시장은 보다 과민하게 반응할 것으로 예상되므로 CAR에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

통제변수는 자산재평가를 실시한 기업의 CAR에 영향을 미칠 것으로 판단되는 변수들로서 기업규모, 재무건정성, 자본잠식률, 재무적 곤란에 대한 측정치이다. 기업규모 SIZE는 총자산에 자연로그를 취한 값이며, 재무건정성 DEBT는 부채비율로서 순자산(자본) 대비 총부채 비율로 측정한다. 자본잠식률 CAPI는 자본금과 자본총계의 차이를 자

본금으로 나눈 값이며, 재무적곤란 FINDIS는 유동비율(유동자산/유동부채)을 나타낸 값이다. 모두 해당회계연도의 초기 값을 사용한다. 배진한(2010)의 연구에서 S기업은 자산재평가를 통해 환율급등으로 인해 생긴 재무적 곤경에서 벗어나 재기의 발판을 마련한 과정을 보여준 바 있다. 김정애와 최중서(2010)의 연구에 따르면, 재무구조가 악화된 기업 등은 재평가의 긍정적 효과에 비중을 두며, 따라서 이러한 재무구조 개선에 대한 시장의 반응은 긍정적일 것으로 유추된다.

$$\begin{aligned}
 CAR(t_1, t_2) = & \alpha_0 + \beta_1 REV + \beta_2 REV \times MARK \\
 & + \beta_3 REV \times YEAR + \beta_4 MARK + \beta_5 YEAR \\
 & + \beta_6 SIZE + \beta_7 DEBT + \beta_8 CAPI \\
 & + \beta_9 FINDIS + e_t \quad (6)
 \end{aligned}$$

CAR(t₁, t₂) : t₁부터 t₂까지의 누적초과수익률,
 REV : 식(5)에서 측정된 재평가차액의 크기,
 MARK : 소속시장더미, 표본이 유가증권시장에 속하면 1, 아니면 0
 YEAR : 연도더미, 2008회계연도에 자산재평가 실시는 1, 아니면 0
 SIZE : 기업규모, 총자산에 자연로그를 취한 값, ln(자산)
 DEBT : 재무건전성, 총부채/순자산
 CAPI : 자본잠식률, 해당 회계년도 초기 (자본금-자본총계)/자본금
 FINDIS : 재무적곤란, 해당 회계년도 초기 유동자산/유동부채

3.3 표본의 선정

본 연구는 한국거래소(KRX)에 상장된 기업 중 2008 회계연도와 2009 회계연도에 자산재평가를 실시한 기업을 대상으로 하였다. 자산재평가는 한

국채택국제회계기준에 의거하여 2008년 10월 이후에 선택적으로 실행할 수 있었기 때문이다. 이 중 본 연구의 목적이 시장은 과연 자산재평가 차액의 크기 공시를 차후 기업가치 향상과 관련된 정보로 받아들이는지 살펴보기 위함이므로, 1) 재평가 차액 결정일이 공시되지 않은 기업은 제외하였다. 또한 자산재평가로 인해 자산과 자본이 증대된 정보를 시장 또한 기업가치와 관련된 우호적 정보로 받아들이는지 살펴보고자 하기 때문에 2) 자산재평가로 인해 손실처리된 기업은 제외하였다. 마지막으로 회계처리의 일관성과 결산기별 효과를 통제하여 결과해석의 강건성을 도모하기 위해 3), 4), 5)의 기업은 제외하였다.

- 1) 금융감독원에 자산재평가 차액 결정일이 공시되지 않은 기업
- 2) 자산재평가실시 결과 자산재평가손실이 발생한 기업
- 3) 결산월이 12월이 아닌 기업
- 4) 금융업과 관리종목
- 5) 회계 및 주가자료 입수가 곤란한 기업

본 연구의 표본은 총 225개 기업이 되었다. 본 연구의 표본인 자산재평가를 실시한 기업, 재평가 차액의 결정일자, 재평가차액의 크기에 대한 사항은 금융감독원 전자공시시스템의 자산재평가와 관련된 공시자료를 통해 확보하였으며, 본 연구의 분석에 사용될 기업의 재무 및 주가자료는 한국신용평가정보(주) Kis-value를 이용하였다.

〈표 1〉은 본 연구의 분석대상 기업을 시장별·산업별·연도별로 분류하여 보여주고 있다. 먼저 Panel A는 분석기간 중 자산재평가를 실시한 비금융기업 전체에 대한 자료이다. 유가증권시장은

〈표 1〉 표본의 분류

Panel A. 자산재평가기업-분석기간전체							
자산재평가액 결정공시	유가증권시장			코스닥시장			총합계
	2008 회계연도	2009 회계연도	합계	2008 회계연도	2009 회계연도	합계	
공시기업	49	73	122	45	58	103	225
비공시기업	72	29	101	94	32	126	227
총합계	121	102	223	139	90	229	452

Panel B. 자산재평가기업-분류표본							
업종	유가증권시장			코스닥시장			총합계
	2008 회계연도	2009 회계연도	합계	2008 회계연도	2009 회계연도	합계	
전자부품 등	1	2	3	12	12	24	27
화학물질 등	8	10	18	3	4	7	25
1차금속	11	5	16	1	6	7	23
펄프, 종이	2	9	11	2	1	3	14
자동차 및 트레일러	3	4	7	3	3	6	13
기타기계	1	1	2	5	5	10	12
의료용 물질	4	3	7	3	1	4	11
도매 및 상품중개업	4	4	8	-	2	2	10
식료품	3	5	8	1	-	1	9
고무 및 플라스틱	1	2	3	1	4	5	8
금속가공	1	1	2	2	4	6	8
전기장비/종합건설업	2	5	7	4	4	8	15
기타운송장비	1	2	3	1	1	2	5
섬유제품	1	1	2	1	1	2	4
비금속광물제품	-	4	4	-	-	-	4
소매업	-	4	4	-	-	-	4
기타	6	11	17	6	10	16	33
총합계	49	73	122	45	58	103	225

2008회계연도와 2009회계연도에 자산재평가를 실시한 기업이 비슷한 분포를 보이는 반면 코스닥시장의 경우 2008회계연도에 더 많이 실시하였다. 본 연구의 분석대상으로서 금융감독원 전자공시시

스템을 통해 주주들에게 자산재평가결정액을 공시한 기업은 총 225개이며, 2009회계연도에 공시가 강화된 것으로 나타나고 있다.⁴⁾ Panel B는 본 연구의 분석대상에 대해 시장별·산업별·연도별 분

4) 실제로 2009년 4월 15일 정보불균형을 해소하고자 자산재평가에 관한 사항에 관한 공시는 의무사항이 되었다.

포를 보여주고 있다. 총 분석대상 중 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 기업은 각각 122개, 103개였다. 연도별 추이를 보면 유가증권시장과 코스닥 시장 모두 2008 회계연도에 비해 2009 회계연도에 자산재평가를 더 많이 한 것으로 나타나고 있다. 산업별 특성을 보면 자산재평가가 많이 실시된 산업은 유가증권시장과 코스닥시장이 다소 상이하게 나타났다. 유가증권시장은 화학물질 및 화학제품 제조업, 1차금속, 펄프·종이 및 종이제품 산업군에서, 코스닥시장은 전자부품·컴퓨터·영상, 음향 및 통신장비, 기타기계 및 장비 산업군에서 활발했던 것으로 나타나고 있다.

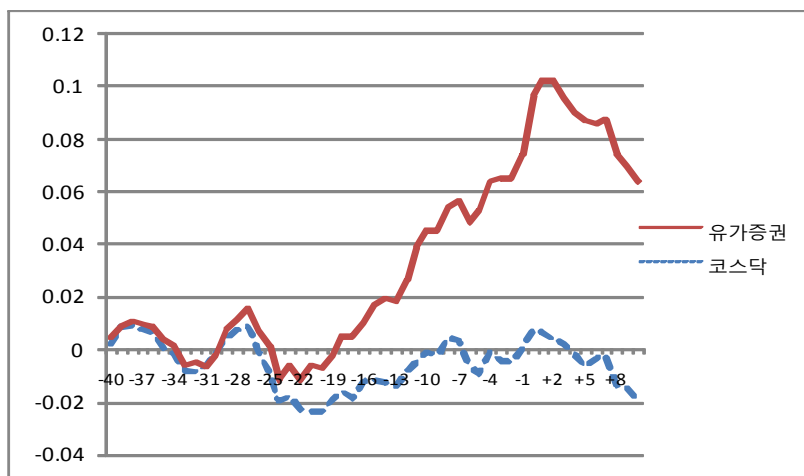
유가증권시장과 코스닥시장은 자산재평가를 실시한 산업의 특성이 다르게 나타나고 있을 뿐만 아니라 각 시장의 주가변동성 및 주식수익률의 형태, 그리고 시장 참여자들의 투자행태도 다르게 나타나므로, 앞으로의 분석에서는 각 시장별로 구분하여 살펴보겠다.

IV. 실증분석의 결과

4.1 자산재평가차액 결정일의 주가반응

자산재평가차액 결정의 공시효과에 대한 분석 결과는 다음과 같다. 먼저 <그림 2>는 사건일 전 -30일부터 사건일 후 +10일까지의 누적평균초과수익률을 추이를 보여준다. 유가증권시장의 경우 사건일 전 -20일을 전후하여 점점 상승곡선을 나타내기 시작했으며, 사건일인 t=0 시점에 오면 10%를 훨씬 초과하면서 가장 높은 추세를 보이다가 사건일 이후 다시 누그러지는 모습을 보여주고 있다. 이는 자산재평가에 대한 최초공시효과가 있는 후 사건일에 재평가차액의 크기에 대해 또 한 차례의 시장반응이 있었던 것으로 해석된다. 하지만 코스닥시장의 경우 사건일에 조금 오르는 듯 하지만 1%대에 그치고 있다.

<표 2>의 사건기간 중 일별평균 초과수익률(AAR)



<그림 2> 사건기간 누적평균초과수익률(CAR) 추이

〈표 2〉 사건기간의 일별평균 초과수익률

유가증권시장(n=122)			코스닥시장(n=103)		
날짜	AAR	t-value	날짜	AAR	t-value
-30	.0001	.042	-30	.0043	1.008
-29	.0040	1.461	-29	.0063	1.372
-28	.0004	.144	-28	.0031	.821
-27	.0034	1.155	-27	.0011	.265
-26	.0010	.309	-26	-.0096*	-1.755
-25	.0023	.763	-25	-.0080	-1.172
-24	-.0026	-.986	-24	-.0104***	-3.098
-23	.0036	1.541	-23	.0017	.440
-22	-.0001	-.041	-22	-.0053	-1.532
-21	.0058*	1.918	-21	-.0004	-.110
-20	-.0014	-.535	-20	.0002	.057
-19	.0011	.306	-19	.0043	1.009
-18	.0042	1.374	-18	.0031	.696
-17	.0024	.823	-17	-.0025	-.693
-16	-.0009	-.298	-16	.0062	1.511
-15	.0061**	2.206	-15	.0005	.131
-14	.0029	.975	-14	-.0003	-.074
-13	.0008	.252	-13	-.0019	-.651
-12	.0021	.758	-12	.0056	1.399
-11	.0091***	2.987	-11	.0036	.946
-10	.0030	.857	-10	.0038	1.026
-9	.0014	.489	-9	-.0016	-.417
-8	.0017	.626	-8	.0069	1.487
-7	.0041	1.342	-7	-.0013	-.331
-6	.0019	.576	-6	-.0098***	-2.913
-5	.0067**	2.175	-5	-.0025	-.713
-4	.0031	.893	-4	.0082*	1.784
-3	.0041	1.282	-3	-.0029	-.710
-2	.0007	.264	-2	-.0007	-.201
-1	.0040	1.328	-1	.0047	1.161
0	.0148***	3.724	0	.0076	1.375
+1	.0071	1.536	+1	-.0011	-.225
+2	.0026	.665	+2	-.0025	-.529
+3	-.0051	-1.549	+3	-.0020	-.382
+4	-.0017	-.665	+4	-.0040	-.990
+5	.0018	.606	+5	-.0048	-1.192
+6	-.0044*	-1.876	+6	.0033	.812
+7	.0006	.259	+7	.0013	.273
+8	-.0021	-.718	+8	-.0111***	-3.164
+9	-.0037	-1.516	+9	-.0014	-.345
+10	-.0008	-.320	+10	-.0047	-1.519

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함

을 시장별로 살펴보면, 유가증권시장의 경우 재평가차액이 결정되어 공고된 사건일(t=0)에 통계적으로 유의한 양(+)의 초과수익률이 존재한다. 반면, 코스닥시장의 초과수익률은 양(+)의 움직임은 있지만 유의하지는 않았다. 한편 유가증권시장의 경우 사건일 이전에도 유의한 양(+)의 초과수익률이 나타나고 있는데, 이는 자산재평가의 최초공시에서부터 시장이 긍정적으로 꾸준히 반응한 것으로 추측된다. 이러한 결과는 재무건전성 및 안정성 등과 같은 상장된 시장의 속성을 통제한 이후에도 나

타나는지 추후 검토가 요구된다.

〈표 3〉은 누적평균초과수익률 CAR에 대한 일표본 t검정의 결과를 보여주고 있다. Panel A는 자산재평가차액결정을 공시한 본 연구의 표본에 대한 검정결과이며, Panel B는 본 연구의 표본 중 자산재평가실시에 대한 공시까지 한 기업을 대상으로 실시에 대한 공시 전후의 CAR 및 재평가 차액 결정일 전후의 CAR을 보여주고 있다. 자산재평가와 관련한 중요한 이벤트는 두 가지로서 첫째는 '재평가 실시공시'이고 두 번째는 '재평가 결과공시'이다.

〈표 3〉 누적평균초과수익률(CAR) 분석

Panel A. 재평가결정일의 CAR 검정-전체표본					
유가증권시장(n=122)					
	(-10, +3)	(-3, +3)	(-1, +1)	(0, +1)	(0, +3)
CAR	.0502***	.0283***	.0296***	.0265***	.0194***
t-value	3.432	3.011	4.060	3.578	2.795
코스닥시장(n=103)					
	(-10, +3)	(-3, +3)	(-1, +1)	(0, +1)	(0, +3)
CAR	.0067	.0030	.0109	.0073	.0020
t-value	.424	.275	1.114	.846	.223
Panel B. 실시공시시점 및 재평가결정일의 CAR - 실시공시까지 한 표본					
유가증권시장(n=70)					
	(-10, +3)	(-3, +3)	(-1, +1)	(0, +1)	(0, +3)
실시공시시점 CAR	.0033	.0132	.0196*	.0176***	.8287***
t-value	.2704	1.448	1.9885	3.578	2.795
결정액공시시점 CAR	.0038	.0143**	.0201**	.0193**	.0110
t-value	.2853	2.1553	2.3339	2.1363	1.5113
코스닥시장(n=55)					
	(-10, +3)	(-3, +3)	(-1, +1)	(0, +1)	(0, +3)
실시공시시점 CAR	.0182	.0116	.0025	.0004	.0165
t-value	.7812	.7054	.2553	.0502	1.4235
결정액공시시점 CAR	.0134	.0148	.0173*	.0108	.0051
t-value	.5584	.9487	1.7912	1.6075	.7790

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함

따라서 '재평가 실시공시' 시점의 시장반응을 먼저 살펴본 후 '재평가 결과공시'시점을 살펴볼 필요가 있다.

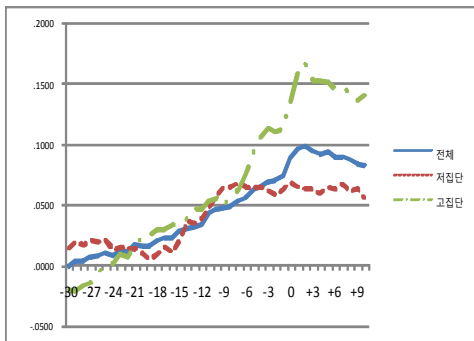
먼저, Panel A의 전체표본의 결과를 보면 자산재평가차액이 결정된 사건일 전후의 CAR(-3, +3), CAR(-1, +1), CAR(0, +1), CAR(0, +3) 모두 유가증권시장에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 수익률을 보여주고 있다. 특히 재평가 차액 결정일 전후 CAR(-1, +1)의 통계적 유의성이 가장 높게 나타나고 있다. Panel B의 결과를 보면 유가증권시장의 경우 실시공시시점과 결정액 공시시점 모두에서 유의한 시장반응이 나타나고 있다.

위의 분석결과 선행연구와 일관되게 자산재평가의 최초공시에서부터 시장이 꾸준히 긍정적으로 반응한다는 점을 확인할 수 있었다(Sharpe and Walker, 1975; Standish and Ung, 1982; 조현연, 1987; 허성관, 정신작, 1990; 반선섭, 1990; 정영기, 1993; 송인만, 최관, 1995; 김권중, 1997; 심충진, 이준규, 2002). 하지만 코스닥 시장의 경우 결정액 공시시점 CAR(-1, +1)에서만 유의한 정(+)의 반응이 나타나 소속시장의 특성을 통제한 후에도 투자자들이 자산재평가의 실시공시 및 결정액 공시에 대해 각각 다른 반응을 하는지 추후검토가 필요로 된다.

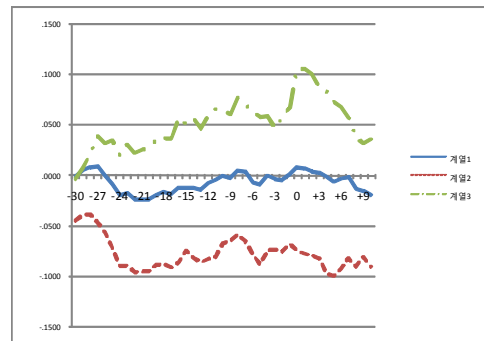
4.2 자산재평가차액 크기의 그룹별 주식시장 반응

재평가차액 크기에 대해 시장의 반응이 달라지는지 살펴본 주요 결과는 <그림 3>, <그림 4> 및 <표 4>에 정리하였다. 재평가차액 크기(REV)에 따라 고집단, 중집단, 저집단으로 그룹화하였다.

먼저, <그림 3>과 <그림 4>는 유가증권시장과 코스닥시장에 대해 각각 사건일 전 -30일부터 사건일 후 +10일까지의 누적평균초과수익률 추이를 각 그룹별로 도시하고 있다. 먼저 <그림 3>의 유가증권시장의 경우 고집단에서는 재평가에 대한 최초공시 후 매우 가파른 상승곡선을 그리다가 재평가차액이 결정된 t=0 시점에서 최고조에 이르고 있다. 반면 저집단에서는 최초공시에 대한 시장반응이 뚜렷하나 결정일 t=0 시점에서는 큰 반응이 보이지 않고 있다. <그림 4>의 코스닥시장의 추이를 살펴보면 코스닥 전체 표본은 별다른 누적수익률 추이를 보여주지 않고 있다. 하지만 그룹별로 살펴보면 그 추이가 판이하게 나타나고 있다. 고집단의 경우 사건일 전 완만한 상승추세를 보이다 재평가차액이 결정된 t=0 시점에서 최고점을 보여주고 있지만, 저집단의 경우 최초공시나 차액결정에 대해 시장의 반응은 우호적이지 않다.



<그림 3> 그룹별 CAR-유가증권시장



<그림 4> 그룹별 CAR-코스닥시장

〈표 4〉는 재평가차액 크기(REV)에 따른 각 그룹별 누적평균초과수익률(CAR)의 일표본 검정 결과이다. Panel A의 유가증권시장을 대상으로 한 분석결과 고집단의 경우 모든 기간의 CAR에 대해 1% 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있으나 중집단과 저집단의 경우는 유의하지 않게 나타나고 있다. Panel B 코스닥시장의 경우도 마찬가지로 고집단에서 재평가차액 결정 전후의 값인 CAR(-1, +1)과 CAR(0, +1)이 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다.

위의 결과를 종합하면 시장은 재평가차액이 결정된 그 자체보다는 재평가차액의 크기에 대해 반응하는 것을 알 수 있다. 즉, 경영자는 자산재평가를

통해 시장에 미래 성장 잠재력을 신호하는 것으로 받아들여지고 있으며, 특히 시장은 자산재평가 차액이 클수록 재평가 이후의 기업가치를 보다 높게 기대하는 것으로 풀이된다. 선행연구에서 자산재평가 차액이 클수록 재평가 이후 기업가치 및 이익은 더 향상된다는 결과가 보고된 바 있다(Aboody et al.,1999; Easton et al., 1993; Amir et al., 1993; Barlev et al., 2007). 시장은 자산재평가 차액의 크기가 갖는 이러한 긍정적 영향력을 받아들이는 것으로 나타나며, 이는 시장이 재평가차액의 크기를 사후 기업가치를 반영하는 정보로서 인식한다는 본 논문의 가설을 강하게 지지하고 있는 결과이다.

〈표 4〉 재평가차액 크기에 의한 그룹별 누적평균초과수익률 분석

Panel A. 유가증권시장							
그룹 (재평가크기)	고집단 (n=41)		중집단 (n=44)		저집단 (n=37)		
	CAR	t-value	CAR	t-value	CAR	t-value	
일별	(-20, +2)	.1523***	3.999	.0427	1.616	.0495**	2.113
	(-10, +3)	.0998***	3.546	.0340	1.313	.0144	.805
	(-3, +3)	.0481***	2.980	.0352	1.881	-.0018	-.167
	(-1, +1)	.0511***	3.308	.0256***	2.734	.0068	.672
	(0, +1)	.0522***	3.097	.0186**	2.471	.0033	.353
	(0, +3)	.0396	1.411	.0163	-.098	.0008	-.773
Panel B. 코스닥시장							
그룹 (재평가크기)	고집단 (n=33)		중집단 (n=40)		저집단 (n=30)		
	CAR	t-value	CAR	t-value	CAR	t-value	
일별	(-10, +3)	.0998	.688	.0340	.034	.0144	-.057
	(-3, +3)	.0481	1.321	.0352	-.778	-.0018	-.303
	(-1, +1)	.0595**	2.526	-.0103	-1.089	-.0180	-1.642
	(0, +1)	.0465**	2.464	-.0089	-.810	-.0176	-1.630
	(0, +3)	.0396	1.411	.0163	-.098	.0008	-.773

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함

4.3 다변량분석-회귀분석 결과

4.3.1 기초통계량과 상관분석

횡단면 분석에 앞서 독립변수의 기술통계량을 구했다. <표 5>의 재평가차액 크기 REV는 재평가 전 자산의 평균 12% 정도로 높은 부분을 차지하고 있다. 하지만 최소값과 최대값을 보면 넓은 범위에 분포되어 재평가차액 크기가 기업별로 상이함을 알 수 있다. 소속시장 MARK는 평균 0.54로서 표본 225개 중 약 122개 기업이 유가증권시장에 소속되었음을 알 수 있다. 연도더미 YEAR는 평균 0.41로서 약 92개 기업이 2008회계연도에 자산재평가를 실시한 것으로 나타나고 있다. 부채비율 DEBT는 평균 153.10%로써 의무비율을 준수하고 있는 것으로 나타나지만 200%를 초과한 기업이 표본의 각각 28%, 17%를 차지하고 있다. 자본잠식률을 나타내는 CAPI는 평균 -169.32로서 대부분 자본잠식이 되지 않았지만, 최대값이 102.12

로 나타나 자본잠식된 기업도 있는 것으로 나타나고 있다. 조사결과 17개 기업이 자본잠식률 0~99%로 부분잠식 혹은 100% 이상으로 완전잠식된 것으로 나타났다. 재무적곤란을 나타내는 FINDIS는 평균 162.46%으로서, 평균적으로는 재무적 곤란이 보이지 않지만, 최소값이 100% 미만으로 일부 기업에서 재무적곤란이 나타나고 있다. FINDISD, 즉 유동비율이 100% 미만으로 나타난 기업은 72개 기업으로 전체 표본 중 약 32%에 해당되는 것으로 조사되었다.

변수들 간 상관관계 분석 결과는 <표 6>에 정리되어 있다. 주요 변수인 CAR(-1, +1)과 REV의 상관계수는 유의한 양(+)의 설명관계를 보이고 있다. 즉 재평가차액의 크기가 클수록 그 공시일 전 후에 시장의 반응이 호의적인 것을 유추하게 한다. 일부 변수들 간에도 유의한 상관관계가 나타나고 있지만, 회귀분석시 분산팽창계수(VIF, variance inflation factor) 검증 결과 다중공선성의 문제점이 발견되지 않았다.

<표 5> 독립변수의 기술통계량

변수	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
REV	.12	.11	.007	.43	.08
MARK	.54	1.00	.00	1.00	.50
YEAR	.41	.00	.00	1.00	.49
SIZE	26.10	26	24	31	1.51
DEBT(%)	153.10	120.18	157.03	5.49	1552.50
CAPI(%)	-169.32	-8.57	-2348.04	102.12	320.08
FINDIS(%)	162.46	122.67	1.02	2275.10	191.76
FINDISD	0.32	.00	.00	1.00	.47

REV: 식(5)에서 측정한 재평가차액의 크기,

MARK: 소속시장더미, 표본이 유가증권시장에 속하면 1, 아니면 0,

YEAR: 연도더미, 2008회계연도에 자산재평가 실시는 1, 아니면 0,

SIZE: 기업규모, $\ln(\text{asset})$, DEBT: 재무건전성(=총부채/순자산),

CAPI: 자본잠식률, (자본총계-자본금)/자본금, FINDIS: 재무적곤란, 유동자산/유동부채

FINDISD: 재무적곤란 더미, 유동비율이 100% 미만이면 1, 아니면 0

〈표 6〉 변수들 간 상관관계 분석 결과

	CAR	REV	MARK	YEAR	SIZE	DEBT	CAPI	FINDIS	FINDISD
CAR(-1, +1)	1.00								
REV	.26*	1.00							
MARK	.12	.10	1.00						
YEAR	.25*	.13*	-.06	1.00					
SIZE	.03	-.14	.54*	-.10	1.00				
DEBT	.06	-.13*	.09	.17*	.13*	1.00			
CAPI	-.04	.05	.12	-.60*	-.05	.05	1.00		
FINDIS	.00	.21*	-.11	-.09	-.12	-.17*	.03	1.00	
FINDISD	.05	-.08	-.00	-.05	.10	.31*	.10	-.34*	1.00

주: *은 5% 미만에서 유의함

4.3.2 회귀분석: 자산재평가차액 크기가 주식시장에 미치는 영향력 검증

〈표 7〉은 자산재평가차액의 크기에 대한 시장의 반응을 살펴본 횡단면 회귀분석 결과이다. 종속변수는 자산재평가차액이 결정된 이벤트일 전후 누적 비정상수익률 CAR(-1, +1)이다. 모형1은 재평가차액의 크기가 CAR에 미치는 영향력을 살펴본 결과이다. 모형2, 모형3, 모형4는 유가증권시장에서 그리고 자산재평가가 실시된 처음 회계연도에 재평가차액의 크기에 시장이 더 크게 반응하는지 살펴보기 위해 재평가차액과 소속시장의 교호변수 REV*MARK와 재평가차액과 재평가 실시 회계연도의 교호변수 REV*YEAR의 영향력을 각각 살펴본 분석결과이다. 마지막으로 모형5와 모형6은 자산재평가의 동기로 주장되는 재무적 곤경 변수를 통제 한 후 재평가차액의 영향력을 살펴본 분석결과이다. 회귀분석 결과는 〈표 7〉에 제시되었다.

먼저, 모형1에서 REV는 CAR에 유의적으로 정(+)의 영향을 미치고 있다. 즉, 기업규모 및 부채

비율을 통제한 이후에도 재평가차액의 크기가 클수록 시장은 긍정적으로 반응하는 것이다. 모형2에서 재평가차액과 소속시장의 교호변수 REV*MARK는 유의하지 않은 반면, REV는 유의적인 정(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 소속시장에 상관없이 재평가차액의 크기에 대해 시장은 긍정적 반응을 하는 것으로 풀이된다. 이는 〈표 4〉의 단변량 분석에서 유가증권시장과 코스닥시장 각각 재평가차액의 크기가 높은 고집단에서만 CAR이 유의하게 높게 나타난 결과와 일관된다. 모형3의 재평가차액과 재평가 실시 회계연도의 교호변수 REV*YEAR의 영향력은 유의하지 않은 반면 REV는 여전히 유의한 정(+)의 값으로 나타나, 자산재평가가 2000년 이후 처음 실시된 2008회계연도에 시장반응이 더욱 과민할 것으로 기대하였지만 그렇지 않았음을 보여주고 있다.

모형5와 모형6에서 재무적 곤경을 나타내는 자본잠식률 CAPI와 재무적 곤란을 나타내는 유동비율 FINDIS, FINDISD를 통제한 이후에도 REV는 CAR(-1, +1)에 유의한 정(+)의 영향을 미치

〈표 7〉 재평가차액 크기가 주식시장에 미치는 영향력 검증결과

	종속변수: CAR(-1, +1)					
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
상수항	-0.09 (-.887)	-.06 (-.476)	-.12 (-1.149)	-.08 (-.637)	-.11 (-.810)	-.10 (-.765)
REV	.28*** (3.707)	.38*** (2.728)	.20** (2.023)	.30** (2.008)	.31** (1.977)	.29* (1.865)
REV*MARK		-.16 (-.978)		-.15 (-.941)	-.15 (-.885)	-.13 (-.809)
REV*YEAR			.13 (.886)	.12 (.772)	.08 (.477)	.08 (.503)
MARK		.03 (1.176)		.03 (1.242)	.03 (1.064)	.03 (1.058)
YEAR			.02 (.797)	.02 (.913)	.03 (1.214)	.03 (1.281)
SIZE	.003* (1.700)	.001 (1.173)	.004 (.925)	.002 (.879)	.003 (.490)	.002 (.415)
DEBT	.001 (1.093)	.001 (1.115)	.002 (.591)	.001 (.608)	.001 (.342)	.002 (.076)
CAPI					.01 (.772)	.01 (.763)
FINDIS					.000 (-.319)	
FINDISD						.012 (.905)
산업더미				있음		
F	4.80***	3.15***	4.89***	3.71***	2.94***	3.03***
(p-value)	(.003)	(.010)	(.000)	(.001)	(.003)	(.002)
Adj-R ²	.061	.057	.099	.097	.090	.094
n	225					

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함

CAR(-1, +1): 재평가차액이 결정되기 -1일부터 +1일까지의 누적초과수익률,

REV: 재평가차액의 크기, MARK: 소속시장더미, 표본이 유가증권시장에 속하면 1, 아니면 0,

YEAR: 연도더미, 2008회계연도에 자산재평가 실시는 1, 아니면 0,

SIZE: 기업규모, ln(자산), DEBT: 재무건전성(=총부채/순자산),

CAPI: 자본잠식률, (자본금-자본총계)/자본금, FINDIS: 재무적곤란, 유동자산/유동부채,

FINDIS: 유동비율, FINDISD: 재무적곤란 더미, 유동비율이 100% 미만이면 1, 아니면 0

고 있다. 배진한(2010)의 사례연구에 따르면, S회사는 환율의 급등에 따른 통화옵션거래(KIKO)에서 대규모 손실을 입어 자본잠식 등 재무적 곤경을 겪었지만, 유형자산재평가를 통해 재무적 위기를 극복하고 계기의 발판을 마련하였다. 하지만 시장은 이러한 재무구조 개선의 동기보다는 자산재평가 차액의 크기를 보다 가치지향적 정보로 받아들인 것이다.

위의 결과를 종합하면, 시장은 자산재평가차액이 클수록 더욱 긍정적으로 반응하고 있다. 이는 자산재평가 차액은 또 다른 정보를 신호하는 것으로서, 시장은 그 차액이 클수록 향후 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 선행연구의 결과를 받아들이는 것으로 해석된다(Aboody et al., 1999; Easton et al., 1993; Amir et al., 1993; Barlev et al., 2007).

4.4 강건성 테스트

본 절에서는 다음과 같은 2가지 방식에 의해 재평가차액 크기와 시장반응의 관계에 대한 검증을 보완하고자 한다. 첫째, 자산재평가차액을 공시한 기업과 자산재평가를 제외하고는 비슷한 특성을 가진 대응표본 간 이벤트일 수익률을 비교함으로써 그 차액이 클수록 시장의 반응이 더 우호적인지 추가로 살펴보겠다. 둘째, Heckman(1976)의 2단계 추정법을 사용해 표본선정의 문제(self-selection), 즉 자산재평가 차액 결정을 자발적으로 공시하지 않은 기업이 모형에서 제외됨으로써 분석 결과에

편의가 발생할 수 있는 부분을 통제한다.⁵⁾ 이는 재평가차액 공시 표본을 자기선택에 의한 비임의적인 표본(non-random sample by self-selection)이라고 보고, 표본선택 과정의 오차항과 모형의 오차항 간의 상관성을 통제한 뒤 모형의 계수값을 추정하는 방식이다.

4.4.1 대응표본과의 비교검증

대응표본과의 비교검증은 다음과 같은 절차에 따른다. 대응표본, 즉 자산재평가를 실시하지 않은 기업은 재평가를 실시한 기업과 다음과 같은 2가지 기준에 만족하는 기업으로 선정한다. 첫 번째 기준은 기업규모 및 성장성이다. Barber and Lyon (1999)은 대응표본이 규모와 성장성 기준에 따라 구성되었을 때 초과수익률의 통계량이 적합하다는 실증분석결과를 제시한 바 있다. Fama and French(1992, 1993)의 방식에 따라 기업규모는 회사의 시장가치로서, 재평가차액 공시 전년도 연말기준 주당 시장가격과 발행주식수의 곱으로 나타낸다. 성장성은 장부가치 대 시장가치(B/M)로 측정하며, 재평가차액이 반영된 회계 직전연도의 우선주를 차감한 총자본을 전년도 기준 시장가치로 나누어 나타낸다. 두 번째 기준은 자산재평가 동기인 유형자산비율, 부채비율, 손실보고유무이다. 이 기준에 가장 만족하는 기업을 대응표본으로 선정한다. <표 8>은 자산재평가기업과 매칭기업의 기본통계량이며, 2가지의 선정기준에서 비슷한 모습을 보여주고 있다.

5) 자산재평가 제도는 2011년 국제회계기준(IFRS) 도입에 앞서 기업들의 회계부담을 완화해주자는 취지에서 2008회계연도부터 조기에 적용되었다. 자산재평가 사실은 처음에는 자율공시사항이었지만, 주가에 미치는 과급효과가 크게 나타나 정보불균형 해소를 위해 2009년 4월 15일부터 의무공시화하였다(유가증권시장 및 코스닥시장 공시규정 개정안, 한국거래소). 따라서 본 연구 분석대상에서는 의무공시화 되기 전 재평가를 실시하였지만 재평가차액 결정에 대해 공시를 하지 않은 기업들이 제외되었다.

〈표 8〉 재평가기업과 매칭기업의 기본통계량 비교

	재평가기업			매칭기업		
	평균	중위수	표준편차	평균	중위수	표준편차
ln(시장가치)	26.63	24.49	27.93	26.69	24.56	28.13
성장성	1.28	1.25	2.74	1.48	1.29	1.14
유형자산비율	0.33	0.32	0.16	0.33	0.33	0.17
부채비율	153.10	120.18	157.03	137.56	106.64	134.34
손실보고더미	0.36	0.00	0.48	0.25	0.00	0.44
CAPI	-6.81	-3.72	23.56	-7.62	-4.75	17.98
FINDIS	1.62	1.23	1.92	2.01	1.25	3.26
SIZE	25.84	25.44	1.45	25.76	25.41	1.49
MARKET	0.55	1.00	0.50	0.51	1.00	0.50

〈표 9〉는 자산재평가를 실시한 기업과 매칭기업의 CAR에 대한 일표본검정결과를 보여준다. CAR의 계산은 앞의 식 (1)의 OLS 시장모형에 따른다. 시장수익률은 한국거래소 전체의 배당을 포함한 시장가중평균수익률(EWI)을 사용한다.

먼저, 전체집단을 대상으로 한 분석결과를 보면 재평가기업군에서 재평가차액이 공시된 이벤트일에 유의한 정(+)의 초과수익률이, CAR(-1, +1), CAR(0, +1)에서 강한 정(+)의 초과수익률이 나타나고 있다. 반면 매칭기업에서는 유의한 값이 나타나지 않고 있다. 자산재평가차액 크기에 의한 그룹별 누적초과수익률을 보면, 이벤트일의 초과수익률 및 기간별 CAR값은 자산재평가차액 크기가 큰 고집단에서만 유의한 정(+)의 값을 보여주고 있다. 따라서 시장은 자산재평가차액이 발표된 그 자체를 호재로 받아들이기 보다는 자산재평가차액의 크기를 향후 기업가치 향상과 관련된 호재로 받아

들이는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 본 논문의 가설을 지지하며, 시장은 자산재평가 차액의 크기를 기업가치향상과 관련된 정보로서 받아들이는 것으로 해석된다.

4.4.2 표본선택을 통제하는 Heckman의 2단계 추정

Heckman(1976)의 2단계 추정법의 절차는 다음과 같다. 제 1단계는 프로빗 방식으로 표본선택식을 추정해 $\hat{\lambda}_i^{(6)}$ 을 구한다. 여기에서는 자산재평가 실시의 결정에 영향을 미치는 유형자산비율, 부채비율, 손실보고더미변수, 기업규모, 자본잠식률, 재무적곤경을 $\hat{\lambda}$ 을 추정하기 위한 외생변수로 추가한다. 김정애와 최종서(2010)는 최근 시행된 자산재평가는 유형자산 집중도가 높거나 혹은 부채비율이 높아 재무구조개선이 필요한 기업, 그리고 재무

6) $\hat{\lambda}_i$ 는 inverse Mill's ratio 또는 위험률(hazard rate)라고 불리며, 표본이 재평가를 실시한 기업의 표본에서 배제될 순간적 확률을 의미하는 선택확률변수이다(Breen, 1996; Greene, 2000; Heckman, 1979). 계산식은 다음과 같다. $\hat{\lambda}_i = \frac{\phi(z)}{1 - \Phi(z)}$. ϕ : 표준정규분포함수(Cumulative distribution function, cdf), Φ : 표준정규확률밀도함수(Probability density function, pdf) z: 프로빗 함수에서 얻은 기댓값

〈표 9〉 재평가차액 크기에 의한 그룹별 재평가기업과 매칭기업의 CAR분석-EWI기준

측정 기간	재평가 크기	전체		고집단		중집단		저집단	
		재평가 기업	매칭 기업	재평가 기업	매칭 기업	재평가 기업	매칭 기업	재평가 기업	매칭 기업
차액공시일		.0113***	-.0008	.029***	.0026	.0051*	-.0042	-.0001	.0012
		(3.51)	(-.36)	(4.11)	(.61)	(1.84)	(-1.16)	(-.01)	(-.09)
CAR(-20, +2)		.0326**	.1097	.090***	.0498*	.0095	.0781	.0223	.2156
		(2.58)	(1.36)	(3.88)	(1.97)	(.50)	(.79)	(.98)	(.90)
CAR(-10,+3)		.0106	.1071	.0433**	.0322	-.0042	.0811	-.0071	.2223
		(1.04)	(1.33)	(2.28)	(1.68)	(-.26)	(.82)	(-.40)	(.92)
CAR(-3, +3)		.0086	.0298	.033***	.0082	.0003	.0795	-.0075	-.0087
		(1.22)	(.80)	(2.61)	(.76)	(.02)	(.80)	(-.60)	(-.68)
CAR(-1, +1)		.0145***	.0298	.045***	.0021	.0016	.0834	.0007	-.0070
		(2.82)	(.80)	(3.81)	(.27)	(1.10)	(.85)	(.09)	(-.94)
CAR(0, +1)		.0124***	-.0034	.041***	.0027	.0012	-.009**	.0035	-.0031
		(2.63)	(-1.02)	(3.73)	(.40)	(1.04)	(-2.03)	(.57)	(-.50)
CAR(0, +3)		.0076	-.0093	.028***	.0000	.0021	-.0154*	-.0081	-.0117
		(1.39)	(-1.63)	(2.73)	(.01)	(.26)	(-1.96)	(-.80)	(-.92)

주: ()안은 단일표본 검정 t-value값을 나타냄
 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함

제표에 대한 긍정적 평가를 유도하고자 손실을 보고한 기업에서 주로 실시된다고 검증하였다. 배진한 외(2010)의 사례연구는 재무적 곤경의 타개책으로 자산재평가가 실시된다고 보고한 바 있다. 분석대상은 재평가 실시기업과 비실시기업으로서 2년간의 패널데이터 총2,719개이다. 제 2단계에서는 λ 을 설명변수로 추가하여 절단 회귀분석을 실시한다. 분석대상은 재평가차액을 자발적으로 공시한 225개 기업이며, 종속변수는 한국거래소 전체의 배당을 포함한 시장가중평균수익률(EWI)을 사용한 CAR(-1, +1)이다.

〈표 10〉은 Heckman(1976)의 2단계 추정 결과이다. 1단계 표본선택식인 프로빗 분석결과를 보

면 선행연구와 일관되게 자산규모가 큰 기업, 유형 자산비율 혹은 부채비율이 높은 기업, 그리고 손실을 보고한 기업에서 자산재평가가 일어날 확률이 유의하게 높게 나타나고 있다. 유가증권시장에 소속된 기업에서 자산재평가가 일어날 확률 또한 유의하게 높게 나타나고 있다. 2단계로서, 재평가차액을 공시한 기업만을 대상으로 inverse Mill's ratio를 추가한 절단회귀분석결과를 보면, λ 은 통계적으로 유의하지 않게 나타나고 있다. 즉, 재평가차액을 공시한 기업만을 표본으로 선택하더라도 표본 선택 편의(selection bias)의 문제는 나타나지 않는 것으로 간주된다. 자산재평가차액의 크기 REV는 CAR(-1, +1)에 유의하게 정(+)의 영향

〈표 10〉 Heckman의 2단계 분석결과

독립변수	종속변수	프로빗분석 (재평가 실시 여부)		절단회귀분석 CAR(-1, +1)	
		계수	표준오차	계수	t-value
상수항		-6.988***	1.229	-.093	-.665
REV				.213**	1.994
REV _j *MARK				-.054	-.407
REV _j *YEAR				.167	1.238
MARK		.469**	.157	.019	.924
YEAR		-.527	.148	.005	.231
SIZE		.173***	.048	.002	.363
CAP1		.007	.006	.001	.832
FINDIS		-.197***	.056	-.001	-.424
TANG		1.390***	.379		
DEBT		.001**	.000		
LOSS		.613***	.157		
$\hat{\lambda}$.005	.435
χ^2		129.72***			
F-value				3.007***	.002
수정된 R^2				.075	
n		2,719		225	

주: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함
 CAR(-1, +1): 재평가차액이 결정되기 -1일부터 +1일까지의 누적초과수익률,
 REV: 재평가차액의 크기, MARK: 소속시장더미, 표본이 유가증권시장에 속하면 1, 아니면 0,
 YEAR: 연도더미, 2008회계연도에 자산재평가 실시는 1, 아니면 0,
 SIZE: 해당 회계연도 초기 기업규모, ln(자산),
 DEBT: 해당 회계연도 초기 재무건전성 (=총부채/순자산),
 CAPI: 자본잠식률, (자본금-자본총계)/자본금, FINDIS: 재무적곤란, 유동자산/유동부채,
 FINDISD: 재무적곤란 더미변수, 유동비율이 100% 미만이면 1, 아니면 0
 TANG: 해당 회계연도 초기 유형자산비율
 DEBT: 해당 회계연도 초기 부채비율
 LOSS: 손실보고 기업 더미변수, 재평가 실시 회계연도에 당기손실을 보고했으면 1, 아니면 0

을 미치고 있지만, 교호변수 REV_j*MARK와 REV_j*YEAR의 계수는 유의하지 않게 나타나고 있다. 이는 재평가차액이 클수록 시장이 긍정적으로 반응하는 것은 소속시장 및 재평가연도와는 상관없는 것

으로 해석된다. 이는 〈표 7〉의 OLS분석결과와 일관된 모습을 보여주고 있다.

V. 결론

본 연구는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 유형자산 재평가 규정(제1016호)을 조기 도입한 기업의 자산재평가차액의 크기에 대하여 자본시장의 반응을 분석하였다.

본 연구는 2008년도와 2009년도에 한국거래소(KRX)에 상장된 기업 중 자산재평가를 실시한 255개 제조기업(유가증권시장 122개, 코스닥 시장 103개)을 대상으로 하였다. 재평가차액은 감정가액으로 측정된 공정가치에서 취득원가로 기록된 장부가액과 법인세 효과를 차감하여 측정하였으며, 시장반응은 개별기업의 누적초과수익률로 정의하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 재평가차액 크기(REV)를 고집단, 중집단, 저집단으로 그룹화하여 누적평균초과수익률(CAR)에 대한 검정 결과, 유가증권시장에서는 고집단의 경우 모든 기간의 CAR에 대해 1% 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있으나 중집단과 저집단의 경우는 유의하지 않게 나타나고 있다. 코스닥시장의 경우 고집단에서 재평가차액 결정 전후의 값인 CAR(-1, +1)과 CAR(0, +1)이 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다.

둘째, 재평가차액 크기(REV)는 소속시장 및 재평가 실시 연도에 상관없이 CAR(-1, +1)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

셋째, 매칭기업과의 비교 및 OLS와 Heckman 2단계 추정법에 따른 모든 결과 자산재평가차액이 클수록 시장은 더욱 긍정적으로 반응함을 재확인하였다.

이러한 결과를 종합하면 시장은 재평가차액이 결정된 그 자체보다는 재평가차액의 크기에 대해 반

응하는 것을 알 수 있다. 이는 재평가차액의 크기에 시장의 반응이 달라진다는 본 논문의 가설을 강하게 지지하고 있는 결과이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다. 먼저, K-IFRS의 유형자산 재평가 규정을 조기 적용한 기업만을 대상으로 분석하였으며, 따라서 연구표본이 2008년과 2009년에 한정되는 한계성을 지닐 수밖에 없다. 그 다음으로, 재평가 손실을 보고하는 기업의 경우에도 재평가이익이 더 크므로, 세금 효과를 고려한 재평가 손실을 재평가 이익에서 차감하는 식으로 하는 재평가의 순효과를 측정하는 것이 바른 방법이나, 손실을 보고한 기업이 극히 드물어 재평가이익만을 분석대상으로 하였다. 향후 연구에서는 보다 많은 표본과 재평가 순효과를 대상으로 유형자산재평가에 대한 시장반응을 지속적으로 검증하기를 제언한다. 또한 유형자산재평가 동기에 따라 시장에서 이를 다르게 인식하는지 검증하는 연구도 흥미로울 것이다.

참고문헌

- 강선민, 한봉희, 황인태(2010), “국제회계기준이 재무제표에 미치는 영향: 영국과 호주기업을 대상으로,” **회계저널**, 18(2), 281-312
- 김권중(1997), “자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석,” **회계학연구**, 22(1), 37-57.
- 김민철(1992), “상장기업의 자산재평가 실시유인에 관한 연구,” **세무학연구**, 3, 7-22
- 김정애(2010), “기업회계기준 제5호 개정에 의한 유형자산 재평가 동기,” **2010년 한국국제회계학회 춘계 학술발표논문집**, 13-31
- 김정애, 최종서(2010), “The PP&E Revaluations and

- Market Reactions.” 2010년 한국회계학회 하계 학술발표논문집, 1-23
- 김찬웅, 김경원(1997), “사건연구에서의 주식성과 측정,” **증권학회지**, 20, 301-326
- 박종원, 장욱, 전규안(2001), “자산재평가가 기업구조조정 에 미치는 영향: 재무구조개선효과를 중심으로,” **세무학연구**, 7, 41-68
- 반선섭(1990), “상장기업의 자산재평가 동기에 관한 실증 적 연구,” **박사학위 논문**, 연세대학교
- 배진환, 박성화, 송영호(2010), “재무적 곤경의 타개책으 로서의 자산재평가: S사 사례,” **회계저널**, 19(3), 201-220
- 백원선, 송인만(2000), “순자산의 순전성 감소항목의 가치 평가: 재평가적립금·이연자산 및 자본조정을 중 심으로,” **회계학연구**, 25(1), 1-20
- 송인만, 최관(1995), “자산재평가의 동기와 추가반응,” **회 계학연구**, 24(3), 175-211
- 신승묘(2001), “기업의 조세관련특성이 자산재평가 의사 결정에 미치는 영향,” **회계학연구**, 26(1), 127-150
- 심충진, 이준규(2002), “자산재평가에 대한 시장반응,” **세 무학연구**, 19(2), 161-180
- 이준규, 이은상, 심충진(2000), “자산재평가 회계정보의 유용성에 관한 연구,” **세무와회계저널**, 1(2), 337-353
- 이참수, 반선섭(1992), “자산재평가 유인에 관한연구,” **회 계학연구**, 4, 1-27
- 정영기(1992) “우리나라의 자산재평가제도와 상장기업의 자산재평가 실태에 관한 실증적 연구,” **세무학연 구**, 4, 241-268
- 정영기(1993), “우리나라 자산재평가 제도와 상장기업의 자산재평가 실태에 관한 실증적 연구,” **세무학연 구**, 4, 241-268
- 정형찬(1997), “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론 의 고안,” **재무관리연구**, 14, 273-312
- 조현연(1987), “자산재평가 정보의 유용성에 관한 연구,” **경영학연구**, 9, 141-162
- 허성관, 정신작(1990), “자산재평가 공시의 정보효과와 그 요인,” **회계학연구**, 10, 19-33
- Aboddy, D., M. E. Barth, and R. Kasznik(1999), “Revaluation of Fixed Assets and Future Firm Performance : Evidence from the UK,” *Journal of Accounting and Economics*, 26, 151-169
- Amir, E., T.S. Harris, and E.K. Venuti(1993), “A comparison of US versus non-US GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations,” *Journal of Accounting Research*, 31, 230-275
- Barlev, B., Fried, D, J.R. Haddad, and J. Livnat (2007), “Reevaluation of Revaluations: A Cross-Country Examination of the Motives and Effects on Future Performance,” *Journal of Business Fiance & Accounting*, 37(7), 1025-1050
- Barth, M.E. and G. Clinch(1996), “International accounting differences and their relation to share prices: Evidence from U.K. Australian, and Canadian firms,” *Contemporary Accounting Research*, 13, 135-170
- Barth, M.E. and G. Clinch(1998), “Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, 36(Supplement), 199-233
- Brown, P., H.Y. Izan and A.L. Loh.(1992), “Fixed Asset Revaluations and Managerial Incentives,” *ABACUS*, 36-57.
- Breen, R.(1996). *Regression Models: Censored, sample-selected, or truncated data*. California: Sage Publications, Inc.
- Choi, T.H., J.H. Pae., S.H. Park., and Y.G. Song (2010), “Asset Revaluations: Movtives and

- Choice of Items to Revalue," *American Accounting Association(AAA) 2010 International Accounting Section Mid-Year Conference*
- Easton, P.D., P.H. Eddley, and T.S. Harris(1993), "An Investigation of Revaluation of Tangible Long-Lived Assets," *Journal of Accounting Research*, 31(Supplement), 1-38
- Frank, M.(2007), "Motives for fixed-asset revaluation: An Empirical Analysis with Swiss Data," *The International Journal of Accounting*, 42, 186-205
- Greene, W. H.(2000). *Econometric analysis*(5th ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Hayn, J.(1995), "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153
- Heckman, J. J.(1976), "The common structure of statistical models of truncation, sample selection, and limited dependent variables and a simple estimator for such models," *Annals of Economic and Social Measurement*, 5), 475-492.
- Lin, Y.C., K.V. Peasnell(2000), "Fixed Asset Revaluation and Equity Depletion in the UK," *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(3), 359-394
- Sharpe, I. and R. Walker(1975), "Asset Revaluations and Stock Market Prices," *Journal of Accounting Research*, 13(2), 293-310
- Standish, P. and S. Ung.(1982), "Corporate Signalling, Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies," *Accounting Review*, 57(4), 3-35
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman(1986), "Positive Accounting Theory," *Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall*
- Whittred, G., and Y.K. Chan(1992), "Asset Revaluation and the Mitigation of Underinvestment," *ABACUS*, 28(1), 58-73

The Stock Reactions to the Magnitude of the Asset Revaluation by K-IFRS

Moon-Tae Kim* · Hyeon-A Kim**

Abstract

This study explores how stock market reacts to the amount of asset revaluation difference for the firm implementing the “Tangible Asset Revaluation Accounting(1016)” corresponding K-IFRS(Korean–International Financial Reporting Standards). To examine the market reaction, we regressed the asset revaluation difference(REV) on the market performance, measured by cumulative abnormal returns(CAR), after controlling firm’s size and debt ratio.

We analyzed a total of 255 manufacturing companies, selected from the listed companies in Korea Stock Exchange(KSE, 122) and in KOSDAQ Market(103) from year 2008 to year 2009.

The results are like followings:

Firstly, the amount of difference had a positive effect on CAR for the firms listed KSE, implying that market is very sensitive to the difference between book value and revalued amount.

Secondly, for the firms listed in KOSDAQ market, there was no significant effect except the firm of which difference is large. This means that market doesn’t regard the difference as good news for the future firm value, because firms listed KOSDAQ are relatively poor at financial soundness and stability.

This study has an significance in that it shows market reacts to the amount of revaluation difference as well as it reassure the prior researches which market reacts positively to the announcement of revaluation.

Key words: K-IFRS, asset revaluation, asset revaluation difference, CAR, revalued amount

* Assistant Professor, Department of Business Administration, Chosun University

** BK21 Research Professor, Department of Business Administration, Chonnam National University